

利益の質による企業分析についての考察(1)

A Study on Business Analysis and Valuation using Quality of Earnings(1)

一ノ宮 士郎

Shiro Ichinomiya

専修大学経営学部

School of Business Administration, Senshu University

■キーワード

利益の質, 利質分析, 企業分析, 企業評価

■論文要旨

本稿は, 利益の質に関する先行研究のレビューを通じて, 利質分析の現状を整理するとともに今後の研究課題を展望した。資本市場における会計情報の有用性に関する研究の方向性の一つは, 利益の質を財務諸表の構成項目ごとに検証する Line 型の研究であったものの, 実証研究が中心となり, 企業の利質分析研究が, 実際には等閑視されてきた。そこで海外の先行研究を取り上げ, 利質分析のあり方に検討を加え, 我が国での研究の方向性を探った。今後は, 先行研究が提唱する内容を企業評価で実践し, さらに学術的な検討が深められることを期待したい。

■Key Words

Quality of Earnings, Accounting Analysis, Business Analysis, Valuation

■Abstract

This paper summarizes the current status of quality of earnings analysis and prospects the future research issues through the review of prior researches on quality of earnings. One of the directions of research on the usefulness of accounting information in the capital market was Line-type research that verified quality of earnings for each item of the financial statements. However the empirical research holds a prominent position, and quality of earnings analysis research on the corporation has been ignored in practice. Therefore, taking up the overseas previous studies, this paper examines the way of analysis, and searches for the direction of research in Japan. In the future, we hope that the contents of the previous research will be put into practice in the valuation, and the academic research will be deepened further.

受付日 2019 年 3 月 26 日

受理日 2019 年 6 月 11 日

Received 26 March 2019

Accepted 11 June 2019

1 はじめに

利益の質に関する学術研究は内外において数多く発表され、企業価値やコーポレートガバナンス、さらに不正会計等との関連性も強いという成果が明らかにされてきた (DeFond, 2010 ; 中島, 2011)。利益の質に関する学術研究は、採用されている推計方法に差があるとは言え、その多くが会計発生高 (Accounting Accruals) を利用した実証研究である。利益の質自体の定義が定まっていないため¹⁾、属性のみならず、どのように測定すべきかについても明確ではないものの、少なくとも会計発生高を使用して考察する点に共通点が認められる (例えば, Dechow and Schrand, 2004 ; Francis et al., 2008)。しかも統計的に裁量的会計発生高を分析した上で、他の説明変数と併せて利益の質を検証するようなアプローチが通例であり (例えば, Melumad and Nissim, 2008 ; Dechow et al., 2010)、利益操作研究との関係も強い面がある。

このように裁量的会計発生高によって、利益の質を理解しようとする傾向は、データの入手可能性に加え、統計処理が容易であり扱いやすいというメリットが大きいことにもよるのであろう。従って、利益の質を論じた実証研究のほとんどが、会計発生高を利用していることには理由がない訳ではない。利益 = 会計発生高 + キャッシュ・フローという等式を前提に、キャッシュ・フローが操作されにくいハードな事実であるため、利益の操作性は会計発生高にも要因があると推測可能だからである (例えば, 大日方, 2013)。

一方、企業評価実務において利益の質を分析に反映させる利質分析の伝統は米国を中心に強い (例えば, Hawkins and Campbell, 1978 ; Siegel, 1991)。しかし我が国では若干事情が異なるのではない。利質分析が実務での基本手順として活用されていない印象がある。大量のデータに基づく統計処理を利用し、合理的な推論に基づき結論

を導く学術研究はマクロ的に問題がなくとも、個別企業を分析するミクロの世界での妥当性は別問題という要因が影響している可能性は否めないのである。個々の企業評価を考えた場合、会計発生高を推計せざるを得ないため、企業レベルにおいて会計発生高を利用することには、大量データに基づく推計とは異なる統計的な問題が生じてくると考えられるからである²⁾。従って、個々の企業評価のレベルにおける利益の質という問題については、マクロレベルでの利益の質の問題とを分けて考察すべきではないかという疑問も出てくるが、学術的な対応は依然として薄いように感じられる。

会計発生高自体は実務でも利用されている有用な変数ではあるが、学術研究レベルと必ずしも同じという訳ではない。学術的には統計的厳密性が要求されても、実務レベルでは理解容易性や計算経済性等の要請もあり、厳密性よりも簡便的に会計発生高を算出してしまうこともある³⁾。かかる事情があるために、利益の質を巡っては、学術研究と企業評価実務それぞれの世界で、利益の質に対する問題意識の乖離現象が我が国では生じていると言えるのではないだろうか。

黒川 (2009)、中島 (2011) を始め優れた実証研究は我が国にも存在するが、アーカイバルデータに依拠した利益の質の実証研究が突出している点で、学術研究として企業レベルの利質分析も深めている米国とは際立った違いがある。これは一例であるが、利益の質という概念を原点 (個別企業を評価するためのツールが利益の質であるという考え方) に回帰すれば、我が国における利益の質を利用した分析手法である利質分析の等閑視という状態には、全く問題がないとは言えまい。

そこで本稿では、置き去りにされてきた印象の強い利質分析に焦点を当てることにする。具体的には、利質分析に関する最近の米国を中心とした海外文献を概観し、利質分析の進展を探ると同時に、いかなる課題が残されているのかを考察することによって、今後の我が国における利質分析研究の方向性の道筋を明らかにすることとしたい。

2 | 利益の質と利質分析

利益の質に関する研究を概観すれば明らかであるが、会計あるいは監査など分野を問わず、多くの研究は実証研究と言っても過言ではない (Dechow and Schrand, 2004 ; Francis et al., 2008 ; Dechow et al., 2010)。Siegel (1991) のように、利益の質という概念の揺籃期には実務的あるいは理論的な考察を行ったものも存在したが、最近ではほとんど目にすることはない。利益の質に関する実証研究のアプローチも、前述したように会計発生高に着目し、裁量的会計発生高によって利益の質の高低や程度などを検証することが主流となっている (Dechow et al., 2010)。確かに分析としては、極めて洗練された実証分析が数多いものの、具体的な企業を利益の質に基づき分析しようと試みる場合、これらの実証分析での研究結果をどのように活用すべきか、さらにどのように判断を下せばよいのかなどの実践的な疑問に、これらの実証研究は答えていないことが多い。

Melumad and Nissim (2008) によれば、利益の質の重要な決定要因は、「会計利益がどの程度操作されているのか」と指摘されている (p.9)。従って、利益操作研究で活用される会計発生高が、利益の質の研究に使用されることは自然な流れである。しかし、精緻な統計手法で推計された会計発生高も大量のデータを対象とした実証分析では有益かもしれないが、個々の企業レベルで会計発生高がどの程度分析上有用かは必ずしも明確ではない。また企業レベルでの会計発生高の推計という厄介な問題も残る。

利益の質という概念は、そもそも米国における企業評価の実務から誕生してきた歴史的経緯を勘案すれば (一ノ宮, 2008)、現在の主流である統計的に利益の質を厳密に検証していくというアプローチだけに止まるのではなく、一歩進めて実践的な役立ちを念頭に置いた利質分析のあり方を考察することにも意義があるはずである (一ノ宮,

2006)。後者の視点が、我が国における利益の質に関する先行研究から抜け落ちていていると感じるのは、必ずしも筆者だけではあるまい。企業と投資家との建設的な対話が求められている現在、利益の質という概念の有用性に鑑みれば、今まさに企業とのコミュニケーション手段としての利質分析はどうあるべきかという問いかけに答える適切な時期ではないだろうか。

ところで、利質分析はどのような扱いを受けているのか。歴史を遡り、初期の研究を見れば、実証的な研究中心の現在とはだいぶ異なり、Line 型 (Line-Item Analysis : 財務諸表項目別に利益の質を分析するアプローチ) の学術研究が現在より多かったように見受けられる⁴⁾。我が国でも、米国における利質分析の実践例を検討し、彼我における利質分析研究の違いなどを探っている (佐藤, 1995 ; 木村, 1999 ; 一ノ宮, 2010)。明らかになった点は、利質分析の実態を解明する研究自体を米国と比較した場合、我が国では Line 型研究が少ないということであった。日米間での利質分析研究には質量共に格差が存在し、その差は依然埋まっではない。

Robinson et al. (2015) は、会計上の問題が発覚するまで企業の報告利益は高い質を持っていると当然の如く受け止めるべきではなく、むしろ問題発覚時点では遅すぎると認識し、企業分析に従事するアナリストなどすべての人間は、利質分析を行うことを実践として確立しなければならないと指摘する (p.910)。このように強調されているところからも、米国の証券アナリスト達にとってみれば、利質分析を企業評価において利用することは、ある意味で必須な手順・作業として求められていることなのであろう。だからこそ米国において、利質分析が企業評価実務にしっかりと根付き、学術・実務どちらにおいても実践的研究が進められている実情を理解することができる。

以上を踏まえれば、利益の質を巡る問題の一つである「学界と実務との乖離」の原因の一つと考えられる実証型と Line 型の研究スタイルの対立を少しでも狭めるためには、我が国で少ない

Line 型の研究を積極的に取り上げる必要性もあろう。実務における利質分析を進展させるためにも、米国での Line 型の研究成果と限界を明らかにすることにより、我が国の利質分析研究に対して、今後の進むべき方向性や論点を提示できよう。

昨今の企業会計・監査環境を踏まえ、利益の質を分析評価する意義は、割安株を発見するという当初の目的に止まるものではなく、少なくとも複雑化した企業を対象とするならば、我が国でも利質分析をすることが常識でなければならないという警鐘を鳴らしているものと理解したい。ここに、個別企業を対象とした実践的な利益の質の解明、つまり利質分析を探究する現代的意義があるものと考えている。

3 | 利質分析に関する先行研究

前述のように利益の質に関するアーカイバルデータに基づく実証的な研究は内外共に数多いものの、実際に個々の企業を利益の質の観点から評価分析する利質分析を実践しようとする場合における手順・手法・判断基準など具体的なアプローチを考察した学術的な先行研究は相対的に少ない。例えば、Line 型の Siegel (1991) は約 30 年前の古典的な研究でありながら、いまだに利質分析の先行研究としては最も詳細なものである。学術研究というよりも、むしろ利質分析マニュアルと呼べる内容を持ち、Siegel (1991) 以上に詳細な文献はなく、現在でもその価値を必ずしも失ってはいないと思われる。我が国でも少ないながら、例えば青木 (1989) のように、Line 型で利質分析を論じた研究もある。

本稿では我が国において従来紹介されることが少なかったものの、海外での先行研究ではマイナーではない、比較的最近の Line 型先行研究を取り上げて検討する。Line 型アプローチの研究は概ね、財務諸表の構成項目ごとに検討を加え、利益の質を分析する場合の着眼点や分析上の留意

点等を整理要約するスタイルを採用していることが通例である。この場合の留意事項の中には、利益操作が疑われる項目の評価や潜在的な危険信号の識別が含まれていることも多い。このため利質分析研究は、利益操作研究と重なり合う部分もかなり多いという特徴点を持っていることも指摘しておきたい。

本稿で具体的に検討を加える文献は、Melumad and Nissim (2008), Penman (2013), Subramanyam (2014), Robinson et al. (2015), Palepu et al. (2016) の五つである。Melumad and Nissim (2008) はやや古いものの、典型的な利質分析研究のアプローチを受け継ぐ文献であり、他の先行研究との比較をするベンチマークとなるため、検討対象に加えた。

3.1 Melumad and Nissim (2008) の利質分析

Melumad and Nissim (2008) は、前述したように米国の利質分析実務で培われてきた伝統的な財務分析手法に根差した利質分析の文献である。検討すべき財務諸表構成項目として、彼らが行っているものは、15 項目（営業収益（売上高）、売上債権、棚卸資産、有形固定資産、無形固定資産、負債性証券への投資、負債、リース、税金費用、退職給付債務、偶発債務、その他の債務、デリバティブ、資本性証券等への投資、株主資本）である。

Melumad and Nissim (2008) は、Line 型研究として、財務諸表の構成項目ごとに、どのような点に留意すべきかを約 110 頁費やして詳細に検討を加えている。主な留意点を項目ごとに簡潔に整理したものが図表 1 である。

彼らが検討すべき項目として挙げているものを概観すれば、利益操作あるいは不正会計を検出するために分析検討すべき項目として指摘されているものと多く共通している印象が強い。利益の質は利益操作と裏腹の関係にあり、利益の質が高くあるためには利益操作の可能性が低いことを求められている以上、共通点が多いのも当然かもしれない。しかし、利質分析の項目と利益操作の分析

でカバーすべき項目が完全に一致するものでもなかろう。仮に利益操作の疑いがあるか否かの判断に有用な項目と評価することができたとしても、かかる情報だけで利益の質を評価するには不十分であることも当然予想される。

多くの実証研究で試みられているような大規模サンプルに基づく集約された結果によって、例えば利益の質と企業価値評価との関連性を明らかにすることは有意義である。しかし Melumad and Nissim (2008) は、統計的な検証結果だけ、つまり定量的情報のみで利益の質を評価することに対して、会計情報に内在する情報を歪める恐れがあ

ると批判する (p.139)。従って、定量的情報に加え、彼らが提案するような財務諸表項目ごとに検証するアプローチが個々の企業レベルにおける利質分析に必要であると主張しているのではないだろうか。

だからこそ、実際の企業分析で利益の質を評価するためには、個々の財務諸表項目に目を向け項目ごとの吟味をするだけに止まるのではなく、図表1で整理した項目について、いわば実証分析を行うためのフレームワークとしても活用することができると述べているのであろう。利質分析で大事なことは、実証分析とは異なる分析姿勢である

図表1 Melumad and Nissim (2008) による利質検討項目の例示

項目	検討すべき主な留意点の例示
営業収益	不適切な収益認識(押し込み売上、在庫売上、バーター取引、関連当事者取引、循環取引、架空売上、工事進行基準での不適切見積等)の有無 売上債権回転期間の変化、売上計上区分の変更、収益認識基準の混在等
売上債権	不良債権への貸倒引当金計上操作、値引き・リベート等の操作による過大計上の有無 証券化やファクタリングを利用した売上債権に係る損失隠蔽の有無 架空売上債権の存在、売上債権回転期間(回転率)の変化等
棚卸資産	在庫評価損計上の操作、金利等による在庫評価の嵩上げ、生産水準操作による費用調整 不適切な費用見積り、収益計上後の在庫計上、棚卸資産回転期間の変化等
有形固定資産	裁量的な費用の資産計上、不適切な費用見積り、減価償却の不適切な繰延べ 裁量的な減価償却方法の採用、減損損失の未計上・不適切な見積り・繰延べ 固定資産回転期間の変化、更新投資と修繕費の計上等
無形固定資産	企業のライフサイクルから見た計上金額の妥当性、収益と照らし合わせた計上金額の過不足 費用見積りの操作、不適切な償却費計上のタイミングと金額操作、減損損失の認識時期等
負債性証券 への投資	売却時期の操作と表示区分の操作、公正価値の見積り操作(特に、市場価格のない場合) 公正価値低下による減損損失計上の操作、未実現損益の妥当性等
負債	退職給付債務の計上金額と関連損益操作、対象資産の公正価値評価見積りの適切性 簿外債務の有無、支払金利のキャッシュフロー計算書での計上区分等
リース	オペレーティングリースとファイナンスリースの選択適用、資本化・償却操作等
税金費用	裁量的引当操作の有無、海外子会社利用による税務戦略、税金費用関連債務の有無 繰延税金資産・負債の計上金額の妥当性、実効税率選択、課税所得の見積りの裁量性等
退職給付債務	年金資産評価、退職費用・債務の見積りの妥当性、収益平準化の可能性、開示の適切性 退職給付債務の償却・費用化・特例利用の合理性・操作性
偶発債務	損失の可能性見積りの裁量性、偶発債務の過大・過少認識の有無、不適切な開示 コミットメントを含む偶発債務に係る注記事項の理解可能性等
その他の債務	保証・リストラ等不確実事象に係る費用見積りの操作、未収収益の操作による収益計上 リストラ関連債務の認識時期と金額の裁量性、発生費用の繰延操作等
デリバティブ	デリバティブに係るリスク処理とオフバランス処理の妥当性、公正価値見積り金額の適切性 ヘッジ会計適用の適切性、開示の十分性、デリバティブ種類別の評価の妥当性等
資本性証券 等への投資	売却時期の操作と表示区分の操作、公正価値低下による減損損失計上の操作 連結外しの可能性と持分法適用の回避、不適切な企業結合処理、関係者間取引の操作 のれんの処理と償却、公正価値見積りの裁量性等
株主資本	希薄化の有無、自己株式取引に伴うEPS操作の可能性、ストックオプション評価の前提要素 資本取引に係る損益操作、その他の包括利益累計額の変動等

(出所) 筆者作成。

という点を改めて強調したかったものと理解したい。

但し、一ノ宮 (2008)⁵⁾で整理した様々な財務諸表項目によるアプローチと比較しても、彼らの取り上げている分析項目自体は、従来から指摘されてきた項目と大差は認められなく、特に新鮮味はない。逆に言えば、新たな会計基準による追加項目を除外すれば、他の項目は普遍的検討項目であり、利質分析を行うならば必ず検証しなければならない項目を網羅していると理解することも根拠のないこととは言えまい。

3.2 Penman (2013) の利質分析

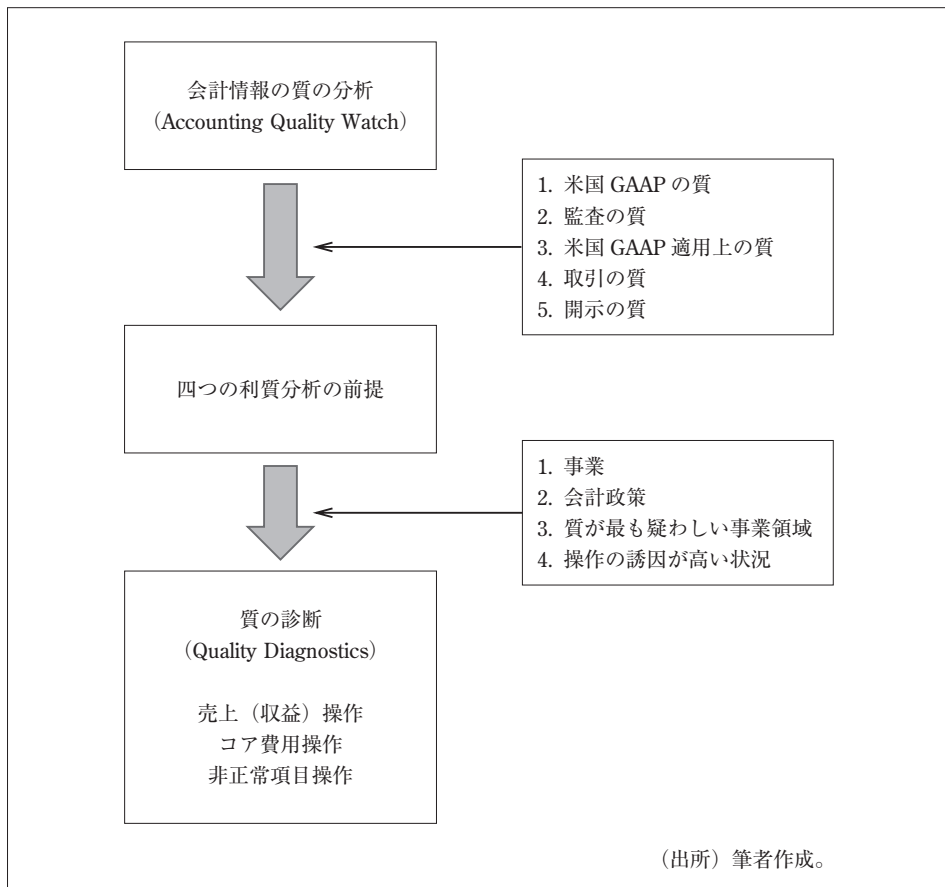
Penman (2013) は、投資家による企業価値評価を念頭に、現在の財務諸表が将来の利益の優れ

た指標になる場合、利益の質が高いという立場を採用している。このため利質分析は、将来の利益予想そして企業価値予測にとって重要なステップであるとしている⁶⁾。従来と比較しても、採用する分析手法に若干変化はあるが、彼の立場は一貫している。

仮に現在の利益が過大表示されていても、利益数値は将来反転するため、その持続可能性が低くなり、利益の質は低いという評価が下される。財務諸表を利用した将来予測を行う以上、利益期間配分操作の恐れがあるため、企業価値評価を誤る可能性が高く、従って利質分析の必要性が生じてくると考えている訳である。

彼の利質分析の構造は、図表2に示したように、会計情報の質の分析から始まり、利質分析の

図表2 Penman (2013) の利質分析の構造



前提を確認した上で、診断（調査）を行うという手順である。

①会計情報の質の分析

利益の質の診断を行う前に、まず米国 GAAP の質、監査の質、米国 GAAP 適用上の質、取引の質、開示の質という質に関する五つの問いに答える。取引の質では、取引のタイミングの操作と取引構造の操作がなされているのかを検討するものであり、実質的な利益操作の有無の確認に相当する。ここでの確認の主眼は、期間配分を始めとした利益操作の有無や程度を検証し、問題がある場合には、利益の質に影響を及ぼすことになる。

②利質分析の前提（四項目の分析）

会計上の問題をさらに一步進めて、ここでは利益の質を分析する前提として事業（ビジネスモデル）、会計政策、利益操作の懸念分野そして経営者の利益操作動機の解明を求めている。紙幅の関係で省略しなければならないが、Penman (2013) は利益操作が生じやすい貸借対照表項目や利益操作が発生しやすい状況について、Line 型らしく具体的なコメントを加えている。特に、利益操作の発生しやすい状況については、かなり詳しく述べており、実務上も参考となる点も多いように思われる。

③利益の質の診断（調査）

最後に、利益の質の診断のための判断基準として、売上操作、コア費用操作そして非正常項目操作の三点を挙げている。これらの操作の有無や程度が、利益の質の高低に影響するという判断を踏まえてのことである。但し Penman (2013) によれば、利益の質の診断は利益の質に対する問題提起をするものの、発生した問題をどのようにして解決すべきかを示唆するものではない。利益操作を発見するための危険信号でしかないと主張している。その上で、前述した会計情報の質の分析結果や利質分析の前提に鑑みて、企業分析を行うアナリストがどこまで問題を掘り下げるべきかを最終的に判断しなければならないとする。

3.3 Subramanyam (2014) の利質分析

利益の質を決定する要因には様々なものが存在し、外部環境、会計方針の選択適用を特に指摘している⁷⁾。さらに、会計不正との関連で、会計・監査におけるリスクにも留意しなければならないとする。Subramanyam (2014) の提唱する企業分析体系の中にあつて利質分析は、会計分析 (Accounting Analysis) として業界環境や財務諸表分析等と並ぶ独立した分野とされる (p.11)。そして会計分析は、大別して利質分析と財務諸表の調整から構成されるという考え方を採用している。彼によれば、具体的な利質分析では、次のような四つのステップが求められている (p.112)。

(1) 主要な会計方針を識別し評価すること。

企業の採用している会計方針を識別することは、利質分析で最も重要なステップである。具体的に例えば、会計方針が合理的か攻撃的か、業界他社の会計方針との整合性はどうか、個々の会計方針が財務数値に及ぼす影響はどうか等が検討される。

(2) 会計上の柔軟性の程度を評価すること。

他業界に比べ、無形固定資産が多い、事業の変動性が高い、生産以前の発生コストが大きい、非経常的収益が存在する等の場合、会計処理に見積り判断の余地が多いならば、会計上の柔軟性が高いとされ、柔軟性が低いケースよりも利益の質は低いと評価される。

(3) 財務報告戦略を検討すること。

攻撃的な報告をする傾向があるか、監査意見は無限定適正か、会計上の問題が生じた実績があるか、経営陣に誠実である評判があるか、利益操作をする動機があるか等について情報開示と併せて検討する。

(4) 危険信号を識別し評価すること。

例えば、財務業績の低迷状態、利益と営業キャッシュ・フローとの乖離、課税所得と会計利益の乖離、監査人の辞任、頻繁な会計方針の変更、突然の在庫急増、一時的な損益の頻発、会計規制を避ける仕組みの利用等が確認されたら潜在的に問題がある可能性が示唆される。

このような利質分析で検討した結果を踏まえ、

次に財務諸表の調整を行うことが求められている。調整は損益計算書と貸借対照表が対象となる。Line 型としてはやや少ないが、費用の資産化、簿外債務の計上等が例示されている (p.113)。参考までに、財務諸表項目の内いくつかについて、彼が指摘する調整上の留意点として図表 3 に整理した。

Subramanyam (2014) の利質分析も、際立った特徴がある訳では必ずしもないものの、財務諸表の調整という手順を加えている点については、Palepu et al. (2016) の利質分析の構成と共通している。従来からの財務諸表分析や経営分析と異なるところは、利質分析においては、まず一定の方針の下、本来の姿に財務諸表項目を修正した上で、財務諸表分析等の技法を適用するところにあ

図表 3 Subramanyam (2014) の利質分析：財務諸表の調整

財務諸表項目	調整上の留意点
損益計算書	
広告宣伝費	この費用は多期間に影響を及ぼす特徴がある費用であり、短期的業績との関連が弱い。また裁量性が働くため、期間ごとの変動と将来の売上・利質への影響を評価する必要性が高い。
研究開発費	分析評価上で最も判断が難しい費用項目である。金額よりも、将来の業績への影響があるため重要とされる。また成否は経営に影響し、便益がないまま償却や支出がされる恐れもあり、売上の成長性や新製品開発に結びつくかどうかを検証する必要がある。
教育費 修繕費	これらの費用は発生時に費用化されるが、将来の便益がある。直近の利益への影響と将来展望を踏まえて、効果を検証しなければならない。
貸借対照表	
資産	過大表示がある場合、利益剰余金も過大表示されるため、減損損失を認識したり、不良債権への引当増等により、実現可能な価値に評価減し利益を修正する必要がある。過小表示でも同様の問題がある。
負債・資本	過小表示がある場合、利益剰余金も過大表示されるため資産と正反対の対応が求められる。負債の過大表示も同様である。

(出所) 筆者作成。

ると言えよう。どの項目にいかなる調整を加えるかという点で、先行研究でそれぞれの特徴が表れていると推測される。

3.4 Robinson et al. (2015) の利質分析

Robinson et al. (2015) の利益の質に対する基本的姿勢は、利益の質を二つの観点から検討していることである⁹⁾。すなわち利益の質は、財務報告の質 (Financial Reporting Quality) と利益の質 (Earnings Quality) という二つの品質から構成されているが、各々は別個の概念ながら相互に関連性を持つため二面的な検討を必要とされる (p.556)。なぜなら利益の質を正しく評価するためには、財務報告の質がある程度の水準であれば、利益の質はその結果に過ぎないという認識があることに因る。そこで彼らは両者の関係について、以下の構造を提案している。

結果である利益の質を先導するのはあくまで財務報告の質となり、財務報告の質の評価が重要な役割を持つことから、その質は濃淡のある利益の質に関する一種のスペクトラムを形成していると理解している。Robinson et al. (2015) によれば、会計基準に準拠しかつ意思決定有用性と持続性があり、資本コストを上回る適切なリターンをもたらす高品質の財務報告こそが、高い利益の質についての有益な情報を提供し得るものであるとしている。逆に言うならば、会計基準準拠性から乖離するにつれて、利益の質は低下していく。極端な

図表 4 Robinson et al. (2015) による利益の質の概念図

財務報告の質		
	低い	高い
利益の質	高い	低い財務報告の質は、利益の質の評価を可能にする。また、高い利益の質は企業価値を高める。
	低い	高い財務報告の質は利益の質の評価を可能にする。しかし低い利益の質は企業価値を棄損する。

(出所) Robinson et al., (2015) EXHIBIT 1, p.557 より作成。

例が Enron 等に代表される不正会計事例ということになる。

利質分析の基盤を財務報告の質に求める立場であるから、彼らは財務報告の質を第一に検討した上で、Line 型らしく財務諸表項目等を詳細に分析する手順を提案する¹⁰⁾。

財務報告の質を検討する場合、アナリストが考慮すべき問題は、①財務報告の基準準拠性と意思決定有用性の有無、②高い利益の質の創出性の具備である。そこで彼らが提唱している一般的検討事項は、以下の通りである¹¹⁾。

- (1) 企業と業界に関する理解を深めること。特に、自社と同業他社の採用する会計政策を理解することは、前述した二点の問題を理解するための基盤となる。
- (2) 経営陣をよく知ること。財務報告に関する動機、報酬、関連会社取引等に留意する。
- (3) 業績の重要な決定要因となる経営判断や通例でない会計処理手順等問題となり得る会計上の論点を識別すること。
- (4) 財務業績や開示状況を時系列比較すること。自社と類似する同業他社の会計政策を比較すること。自社と類似する同業他社の財務業績について財務比率を比較すること。
- (5) 財務報告の質に関する危険信号の有無を確認すること。例えば、売上債権回転率の低下、棚卸資産回転率の低下、利益とキャッシュ・フローとの乖離等が挙げられる。
- (6) セグメント間での利益や資産の付け替えを考慮すること。
- (7) 不正（虚偽表示）の可能性を評価するため、定量的手法を活用すること¹²⁾。

以上のように財務報告の質を検討し、その程度（高いか低いか）の評価を踏まえて、次いでその結果である利益の質の評価を行うことになる。この場合、次のような指標に留意しながら評価すべきであるとしている。

その指標とは、①利益の反復性（異常項目の有無や表示の組み替え等に留意）、②利益の持続性（会計発生高の程度に留意）、③目標（Bench-

mark）達成度（目標を常に達成するのは、逆に利益操作の可能性が否定できない）、④当局による是正措置の有無や財務諸表の再表示である。

個々の企業の利質分析に際しては、上記の指標を踏まえて、財務諸表項目を検討し評価を加えていく。なお Robinson et al. (2015) では、具体例として米国の Sunbeam と WorldCom の二社の不正事例を取り上げて検討している¹³⁾。紙幅の関係で詳述できないが、前者では主に収益認識に、後者では費用認識に焦点を当て、ケーススタディ形式によって利益の質についての分析法を展開している。

3.5 Palepu et al. (2016) の利質分析

Palepu et al. (2016) も Subramanyam (2014) と同様に、利質分析ではなく、会計分析という表現を使用するが、実態に変わりはない。彼らによれば、会計分析の目的は財務諸表の数値の歪み (distortions) を元に戻して (recasting)、会計による事業実態をどの程度把握できるのかを評価することである。やはり鍵は、財務諸表の調整ということである。

また会計分析の手順も、①重要な会計方針の明確化、②会計上の柔軟性の評価、③会計戦略の評価、④情報開示の質の評価、⑤潜在的危険信号（不正の危険性）の識別、⑥会計上の歪みの是正という6ステップから構成されとしている (p.99~105)。

Palepu et al. (2016) の会計分析の大きな特徴としては、財務諸表数値の歪みの是正が含まれているところにあり、前述した通り Subramanyam (2014) との共通点でもある。但し、最新版では従来と異なり、第4章全体を使って、財務数値の是正により重点を置く変更が加えられていることは特に注目すべきであろう。すなわち英国 Marks and Spencer の会計方針選択ケースを含め、財務諸表項目ごとに調整すべき点が検討され、数値例を交えて詳細に調整法が解説されている。調整に主軸を置き Line 型として意欲的試みと言ってよい。

手法としては、バランスシートアプローチにより、期首・期末の資産、負債そして資本の歪みを識別して調整し、必要に応じて収益・費用にも調整を加えることで、業績評価と将来予測に資する実態を反映した財務比率等の算出が可能になることを提案している。具体的には以下のような留意点を述べている。

(1) 資産

資産の認識では、特に様々な要因で生じる資産価値の歪みが問題とされる。例えば、攻撃的な収益認識を通じて資産価値に影響するような場合である。資産における会計上の歪みは、経済的資源を企業が所有あるいは支配しているか否かが不明確な場合、資源から生じる経済的便益の価値の不確実性の程度が高い場合、そして減損金額についての意見の相違などがある場合に惹起しやすいと指摘する。このような場合、仮に会計基準が企業実態を反映しにくかったり、経営者が業績を歪めべく裁量性を発揮したり、経営者とアナリストの間に資産価値に関する経済的不確実性に合理的な意見の相違があるならば、財務諸表の歪みを正すべきであると主張している。

また、資産の過大あるいは過少表示を判断することも会計分析に含まれるが、一般的には七項目（①固定資産の減価償却、②固定資産の減損損失、③リース資産、④無形固定資産、⑤収益認識のタイミング、⑥引当金、⑦流動資産の評価減）を特に例示した上で、財務諸表の調整を具体的に展開している。

(2) 負債

負債については、資産と異なり財務諸表での過少表示を懸念している。従って、会計分析では、経営者に過少表示の動機があるのかどうかの判断を含め、負債の調整法が主な項目ごとに述べられている。彼らによれば、負債は企業が評価の困難なコミットメントを負担している場合、報告上負債として考慮しないケースがあり、過小表示の問題が生じやすいとしている。また経営者が財政状態の健全性を過大表示したい時や報告利益を拡大させたいと言った強い動機を持つ際にも、負債の

過少表示が発生しやすいと指摘する。特にコメントを加えている項目としては、四項目（①攻撃的収益認識に伴う繰延収益の過少表示、②引当金の過少表示、③非流動性の高いリース債務のオフバランス問題、④退職給付債務の簿外処理）が挙げられている。

(3) 資本（純資産）

資本（純資産）は、資産から負債を控除した残余のため、資本（純資産）の歪みの問題は実質的に資産・負債で述べた歪みの問題に帰着するとされる。但し、資産・負債とは異なる形態での資本（純資産）の歪みも生じる。例えば、偶発債務を挙げている。すなわち、彼らが資本（純資産）の歪みとして問題にしているのは、①従業員ストックオプション、②新株予約権付社債の新株予約権である。資産・負債の調整で扱わない問題がある場合には、これらにより資本（純資産）の調整が必要となってくることになる。

以上のような諸点を財務諸表に反映させ、通常の財務諸表分析（比率・実数分析等）を行う。公表数値をそのまま対象としないで、財務数値を是正した会計分析の検討結果が、戦略分析の結果と相まって将来予測の前提条件となり、適切な業績予測あるいは企業価値評価に繋がっていくところに、彼らの利質分析の特徴がある。

4 | 評価と展望

本来あるべき利益の質の検討は、個別企業ベースの分析評価に係る問題であったところは既に指摘したが、多くの先行研究を見る限り、本来の目的が失念されているように感じている。利益の質を測定する狙いは、割安株を発見するため、異なる企業同士の利益を比較したり、企業価値評価のための質の差異を識別したいというニーズから生じたのであり（Subramanyam, 2014）、利益の質の具体的活用が本来の主眼であった。

従って、前述したように、利益の質を考察する場合には、大量データに基づく統計的な実証研究

も必要であるが、一方で個別企業レベルにおける利益の質による分析手法の考察も忘れてはならない。だからこそ、繰り返しになるが本稿で紹介したような利質分析に関する海外の先行研究を顧みる意義があると考えられる。

本稿で検討した先行研究の中で、Line 型の典型である具体性や検討項目の詳細さ等に鑑みれば、Robinson et al. (2015) の利質分析が最も有用性の高い研究と評価できる。利質分析を実際に行う上でも、ケーススタディや分析の仕方さらに留意点など参考となるポイントは多い。とりわけ、学術書という体裁を採用している利点であろうか、学術論文では、ここまで詳細に記述展開するのは無理であろうと想像するに難くない点も指摘できる。

そこで、本稿で検討した先行研究の大半は、学術書あるいはテキストであることに注目したい。確かに、海外でさえ、学術論文としての利質分析研究が数えるほどしかないことは否定できない。他方で、Robinson et al. (2015) のように詳細な記述ができるというメリットもある。利質分析に関する研究については、このように学術書と論文での役割分担を進めるというやり方も有り得ると思われる。また我が国での将来の研究方向として、海外でも手薄な感のある個別企業レベルでの利質分析手法に注力するのはどうであろうか。研究の差別化を図るため、企業レベルの利質分析手法を探索することも、一考の余地があるであろう。

次いで、新しさという点も含め、Palepu et al. (2016) の利質（会計）分析が評価できる。特に、第3版よりも財務諸表の調整に頁をかなり割き、具体的な分析手法を展開しているところは有益で参考となる。ケーススタディとまではいかないものの、実在の企業を題材に具体的な分析を加えており、Robinson et al. (2015) と同様、他の先行研究と比較して具体性で優れている。

網羅性、定量性、整合性、具体性などの観点から比較した場合、残った三つの先行研究は、それぞれ内容的に一長一短であり、利質分析の実践と

いう視点からは難があり、Robinson et al. (2015) と Palepu et al. (2016) よりも劣後していると言わざるを得ない。

次に検討すべき点は、不正会計との関連性である。前節でも指摘したが、利益の質の検討と利益操作の検討はある面において、表裏一体的である（一ノ宮, 2008）。なぜなら、利益の質で検討すべき項目や危険信号（red flags）は、不正会計で検討すべき項目と重複しているところが多いことによる。この点については、いずれの先行研究でも、例えば利益操作に関する危険信号などを指摘しており、内容的にも大差はない。従って、本稿で紹介した先行研究で取り上げている様々な検討項目や危険信号については、利益操作あるいは不正会計研究として見ても、実務的に参考となる点が多いことは見逃せない。

不正会計に手を染めている企業の会計情報について、その利益の質が低いと考えることに異論はなかろう。しかし不正と明確に断じえない利益操作をしている企業の場合はどうか。利益操作の程度や内容については、かなり幅があることは否定できず、不正に近いと言える利益操作から、基準で許容された範囲内で裁量を発揮した利益操作に至るまで様々な形態が想定可能である。この場合単純に全て利益の質が低いとは考えにくい。

高低という二元論で単純に判別可能であれば問題は少ない。質という性格もあり、幅があるのは致し方ないものの、実務では結論を付ける以上、利益の質の評価はより重要になってくる。倒産予知分析のように、倒産確率を数値で示せるならばよいが、利益の質は高低の水準を確定しなければならず、結論の明示の仕方は難しい面がある。

しかし、利益の質が高いのか低いのか、あるいは中程度なのかという利質分析における実務上最も重要な問いかけに対して、検討したいずれの先行研究も、結論の導き出す方法論や論理の道筋等について明確に答えを出してはいない。明確でなければ、Line 型の研究が有用であるとしても、マニュアル思考から脱し切れていないという批判は免れまい。

企業評価実務の現場では、Line型で採用されがちな検討ポイントをマニュアル的に網羅することは有意義であるが、例えば具体的に投資判断や融資判断に迫られた場合、利益の質を最終的にどう評価し、その他の要素も斟酌した総合的判断にどのように反映されるべきかが明確でなければ、Line型の先行研究で提示された、あるいは提唱された検討項目が生かせないのではなからうか。

そして利益の質に関する実証分析に対しても、Line型先行研究と同様な批判を加えることが可能である。実証研究で蓄積された知見とその解釈は多々あるが、個別企業の利益の質を具体的に評価するという実務的な意思決定への役立ちには何ら答えていないからである。研究のための研究に終わることなく、利益の質の検討・評価への処方箋はミクロ的かつ実践的でなければならない。Line型あるいは実証研究何れの先行研究も、企業評価実務のニーズに対し、明確な指針を出していくことが今後の課題であろう。

5 | 結論

本稿では、利質分析に関するLine型の先行研究の検討を通じて、利質分析の現状を整理するとともに、その到達点と限界を明らかにし、今後の利益の質に関する研究、特に利質分析に求められる企業評価実務上の課題を考察した。

利益の質については、内外で数多くの研究成果が積み上げられて来たものの、その多くが実証研究によるものと言っても過言ではない。一方で、Enron事件以降に個別企業の分析に利益の質を活

用したいという実務における喫緊の要請に対して、これらの研究成果は必ずしも直接的に答えるものではなかった。資本市場における会計情報の有用性に関する研究の方向性の一つは、かつてLev (1989) が示唆したように、利益の質を財務諸表の構成項目ごとに検証するLine型の研究であったはずである。しかし、企業評価に利益の質を反映させる具体的方策・指針を明らかにするという利質分析のあり方が、実際には等閑視にされてきたのである。

かかる利益の質を取り巻く環境を踏まえ、五つの先行研究 (Melumad and Nissim, 2008; Penman, 2013; Subramanyam, 2014; Robinson et al., 2015; Palepu et al., 2016) を本稿で取り上げ、利質分析の現状をレビューし検討を加えた。それぞれ特徴があるものの、網羅性、定量性、整合性、具体性などの観点から比較した場合、Robinson et al. (2015) と Palepu et al. (2016) が利質分析研究として有用であることが理解できた。

利益の質を企業評価実務においてより一層活用してもらうためには (これが本来、利益の質の利用形態であった)、本稿でレビューした先行研究が具体的に提唱する様々な試みやアイデアを検討し実践していくことが望まれるところである。そして実践を通じて浮き彫りになった点を洗い出し、学術的に検討をさらに加えていく実務と学界の好循環が形成されることを期待したい。利質分析のあり方については、本稿で指摘した問題点以外にも検討すべき課題がまだ残されている。今後は稿を改めて、本稿で検討し切れなかった課題について、考察を深めていきたい。

●注

- 1) Melumad and Nissim (2008) が指摘する如く、利益の質の定義自体について学術的にも実務的にもコンセンサスがある訳ではない。
- 2) 例えば、裁量的会計発生高を推計する場合、推計上のバイアスを避けるため、業種別に最低限1業種8社以上のデータが必要であるといった制約を課すこともあり、個別企業レベルでは裁量的会計発生高を推計する

- こと自体が難しい。もちろん、妥当性は別としても、業種別に推計したパラメーターを援用して個別企業の裁量的会計発生高を推計することが有り得る。
- 3) 裁量的会計発生高を利用するのではなく、単純に会計発生高＝当期利益－営業キャッシュ・フローという等式で算出した会計発生高自体を利益の操作性の代理変数として利用するような場合である。
- 4) 例えば、一ノ宮 (2008) の第6章では利益の質を評価

する視点として、Line 型の学術的先行研究を紹介している。

- 5) 一ノ宮 (2008) の表 6-4 (p.190) が利益の質に関する財務諸表項目を整理した一例である。それ以外の項目例も同書第 6 章に詳述している。
- 6) Penman (2013) は、利益の質の分析について会計分析という表現を使用している。
- 7) 利益の質を明確に定義していないが、より正確には、利益の質は会計の質 (Accounting Quality) であるとする (p.112)。
- 8) これらの点は、従来から特に大きな変更はない。一ノ宮 (2008) の第 10 章を参照されたい。
- 9) 財務報告の質 (Financial Reporting Quality) とは、利益を含む会計情報と非会計情報双方を開示する上での品質を意味している。彼らによれば、財務報告の質と密接な関係を持つことから、利益にはその結果が発現されるに過ぎず Results Quality という概念で理解すべきと考えている (p. 870)。しかし、この概念は一般的ではないため、利益、キャッシュ・フローさらに貸借対照表項目までの品質を幅広く包含する意味で Earnings Quality という用語も使用している。従って、彼らの使用する Earnings Quality は、いわゆる利益の質という概念とは必ずしも同じではない。因みに、中島 (2011) は、より広範に利益の質を捉え、ガバナンスとも関連させて分析を行っている。
- 10) 紙幅の関係で詳細は省かざるを得ないが、財務報告の質を第一に検討する場合も、まず 3 つの視点が考慮されなければならないとする (p.573~580)。すなわち財務報告の前提条件乃至背景である①財務報告を行う動機、②低い質の財務報告を公表せざるを得ない状況、③財務報告を規制する仕組みである。これらを検討した後に、具体的な財務報告の質を分析することが提唱されている。
- 11) 因みに、財務報告の質に影響を及ぼす潜在的要因として、彼らは、①金額の重要性と認識のタイミング、②財務諸表上の表示、③バイアスのある会計方針の選択、④不正を挙げている (p.373~885)。
- 12) 定量的手法としては様々な手法が存在するが、彼らは代表的な手法として、Beneish Model を取り上げている。
- 13) 先行研究としてとり上げた中で、具体的な検討法を詳細に記述しているのは Robinson et al. (2015) のみである。証券アナリスト向けという実用的な文献であるものの、我が国でも参考となる点が多いことを指摘しておきたい。

●参考文献

- Dechow, P.M., Ge, W. and Schrand, C. (2010), "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences," *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp.344-401.
- Dechow P.M. and Schrand, C.M. (2004), *Earnings Quality*, The Research Foundation of CFA Institute.
- DeFond, M (2010), "Earnings quality research: Advances, challenges and future research," *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp.402-409.
- Francis, J., Olsson, P., and Schipper, K. (2008), *Earnings Quality*, Foundations and Trends in Accounting, Now Publishers, Inc.
- Hawkins, D.F. and Campbell, W.J. (1978), *Equity Valuation: Models, Analysis and Implication*, Financial Executives Research Foundation.
- Lev, B. (1989), "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, pp.153-192.
- Melumad, N.D. and Nissim, D. (2008), *Line-Item Analysis of Earnings Quality, Foundations and Trends in Accounting*, Vol.3, No.2-3. Now Publishers, Inc.
- Palepu, K.G., Healy, P.M. and Peek, E. (2016), *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*, 4th ed., Cengage Learning EMEA.
- Penman, S.H. (2013), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5th ed., The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Robinson, T.R., Henry, E., Pirie, W.L., and Broihahn, M.A. (2015), *International Financial Statement Analysis*, 3th ed., John Wiley & Sons, Inc.
- Siegel J.G. (1991), *How to Analyze Businesses, Financial Statements and the Quality of Earnings*, Prentice Hall.
- Subramanyam, K.R. (2014), *Financial Statement Analysis*, 11th ed., McGraw-Hill Education.
- 青木茂男 (1989) 「「利益の質」について」『東京国際大学論叢』第 39 号, pp.1-8.
- 一ノ宮士郎 (2006) 「利益の質と利質分析」『証券アナリストジャーナル』第 44 巻第 5 号, pp.18-29.
- 一ノ宮士郎 (2008) 『QOE (利益の質) 分析』中央経済社。
- 一ノ宮士郎 (2010) 「利質分析の実務における利用実態」『専修経営研究年報』第 34 巻, pp.49-73.
- 大日方隆 (2013) 『アドバンスト財務会計第 2 版』中央経済社。
- 木村史彦 (1999) 「利益の質とその影響要因」『大阪大学経済学』第 48 巻 3・4 号, pp.356-372.
- 黒川行治 (2009) 『実態分析 日本の会計社会—市場の質と利益の質—』中央経済社。
- 佐藤倫正 (1995) 「利質分析と資金計算書」『企業会計』第 47 巻 12 号, pp.82-87.
- 中島真澄 (2011) 『利益の質とコーポレート・ガバナンス—理論と実証』白桃書房。